

渠道建设提升盈利能力

增持

——涪陵榨菜（002507）中报点评——

投资要点:

- 公司公布 2013 年半年报,实现营业收入 4.14 亿元,营业利润 0.78 亿元,利润总额 0.88 亿元,较上年同期分别增长 12.92%、15.72%、28.68%。归属于上市公司股东的净利润为 0.75 亿元,同比增长 29.50%,折合 EPS0.49 元。
- **享受渠道铺设成果。**2012 年以来,公司大力建设新渠道,升级固有渠道,建立行政区域配送商网络,做透一、二级市场,实现全国行政区域和地级市的覆盖。期间,公司根据商业竞争环境的变化,积极开拓空白市场与县级市场,拓展网络营销。销售渠道建设、升级后,收入亦重返增长轨道。销售旺季期间,渠道建设将增强公司的竞争优势,渠道助力提升公司的业绩确定性。
- **提升毛利率。**青菜头采购价格上涨期间,公司提前通过储藏窖池的扩建实现原材料的有效储备,提高原材储备量与产能比,烫平原料价格上涨对企业净利润之蚕食。2013 年上半年的毛利率较同期提高了 0.79%,升至 41.2%。市场集中度的提升,有利于进一步增强企业的成本转嫁能力。
- **提高“高附加值”产品比例。**生产线改造后,高、中、低端产品的比例有所变化,特别是高附加值产品的比例大幅提升,在此基础上向成熟市场投放高端产品,保障利润的高增长。同时,15 秒钟的乌江牌广告登入央视黄金剧场后亦提升了公司的品牌形象,进一步提高了企业高附加值产品的定价能力。
- **政府扶持。**榨菜生产属于劳动密集型产业,公司地处西部,劳动力成本优势突出,15%的企业所得税沿袭至 2020 年。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2013-2015 年的每股收益分别为 1.01 元、1.25 元和 1.41 元,按昨日收盘价测算,对应的动态市盈率分别为 25.81 倍、21.06 倍和 18.67 倍,给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示:** 1 食品安全; 2.渠道建设慢于预期; 3.自然灾害。

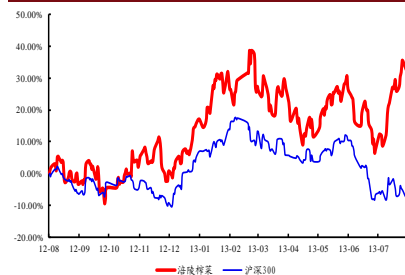
分析师

李辉
执业证号: S1250511010001
电话: 010-57631229
邮箱: lihui@swsc.com.cn

研究助理

杨仁眉
电话: 023-63823221
邮箱: yrm@swsc.com.cn

市场表现



资料来源: 西南证券研发中心

基本数据

总股本(百万股)	155.00
流通股本(百万股)	51.65
市值(百万元)	4126.00
流通市值(百万元)	1375.00

利润预测表

利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	713	869	1089	1309
营业成本	410	489	629	769
营业税金及附加	9	11	13	17
营业费用	132	165	197	239
管理费用	31	34	37	45
财务费用	-14	-14	-15	-17
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	145	184	228	256
其他非经营损益	4	0	0	0
利润总额	149	184	228	256
所得税	23	27	35	37
净利润	126	157	193	219
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利	126	157	193	219

数据来源: 西南证券研究发展中心

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
 邮编：400023
 电话：(023) 63725713
 网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
 邮编：100033
 电话：(010) 57631234
 邮箱：research@swsc.com.cn

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理
张仕元	zsy@swsc.com.cn	/宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	中小市值
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	蒋卫华	jwh@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	朱国广	zhugg@swsc.com.cn	医药行业
李双武	lsw@swsc.com.cn	策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	杨仁眉	yrm@swsc.com.cn	食品饮料
匡荣彪	krb@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李佳颖	lijy@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	刘正	liuzh@swsc.com.cn	商贸零售
熊莉	xiongli@swsc.com.cn	银行业	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业
刘浩	liuh@swsc.com.cn	非银金融行业	李孝林	lixl@swsc.com.cn	电子元器件
徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材	纵菲	zfei@swsc.com.cn	计算机行业
贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材	文雪颖	wenxy@swsc.com.cn	计算机行业
朱会振	zhz@swsc.com.cn	建筑建材	张延明	zym@swsc.com.cn	化工行业
王立洲	wanglz@swsc.com.cn	房地产业	商艾华	shah@swsc.com.cn	化工行业
申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属	李晓迪	lxdi@swsc.com.cn	化工行业
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	庞琳琳	pll@swsc.com.cn	机械设备
王恭哲	wgz@swsc.com.cn	电力环保	高翔	gaox@swsc.com.cn	汽车及零部件
			李欣	lix@swsc.com.cn	军工行业